




# Davranışsal Finanstaki Anomaliler: Yatırımcı Kararları ve Borsa İstanbul'da Bir Uygulama<sup>1</sup>

Mehmet Maruf ÜSTER<sup>2</sup>  0009-0002-5012-4522

Kastamonu Üniversitesi, S. Yazar, SBE, Kastamonu, [marufuster@yahoo.com](mailto:marufuster@yahoo.com), Türkiye

Article Type: Research Article

Vol 5 (Issue 2 ) 2023: 118-128

 10.5281/zenodo.10339595

Cite as: Üster, M. M., (2023). Davranışsal Finanstaki Anomaliler: Yatırımcı Kararları ve Borsa İstanbul'da Bir Uygulama . Quantrade Journal of Complex Systems in Social Sciences, 5 (2) , 118-128. Doi: 10.5281/zenodo.10339595

Received: 07.08.2023

Revised: 02.11.2023

Accepted: 13.11.2023

## Özet

Geleneksel finans yaklaşımı, yatırımcıların rasyonel olduğu modelleri kullanarak finansal piyasaları anlamaya çalışır. Ama gerçekte insanlar yatırım yaparken irrasyonel davranma eğilimindedirler. Yapılan çalışmalar insanların karar verirken öngörülemeyen sonuçlardan dolayı belirsizlik ile karşılaştıklarında benzer şekilde irrasyonellik, tutarsızlık ve yetersizlik gösterdiğini ortaya koymuştur. Davranışsal finans, bu tür rasyonel olmayan insan davranışlarının nedenlerini bulmaya, duyguların ve bilişsel dinamiklerin yatırımcıları nasıl etkilediğini daha iyi anlamaya ve açıklamaya çalışır ve psikolojik yönlerine odaklanır. Ayrıca psikoloji ve diğer sosyal bilimlerin yardımıyla davranışsal finans birçok finansal piyasa anomalisini, piyasa balonlarını ve finansal krizleri açıklama üzerine bir ışık tutabilir. Bu makalede davranışsal finansın anlam ve önemi ile yatırım kararlarına olan etkisi Borsa İstanbul'da alım-satım yapan yatırımcılar özelinde incelenecektir. Araştırmanın yöntemi olarak 5'li Likert ölçeğine göre hazırlanmış ve güvenilirlik testinden geçmiş anket uygulanmıştır. Bu çalışmanın amacı yatırımcıların psikolojik ve sosyolojik faktörlerden ne kadar etkilendiğini ve bu etkiler sonucunda yatırımlarını nasıl şekillendirdiğini araştırmaktır.

**Anahtar Kelimeler:** Davranışsal Finans, Yatırımcı Kararı, Finansal Anomali.

## Anomalies in Behavioral Finance: Investor Decisions and an Application in Borsa Istanbul

### Abstract

The traditional financial approach seeks to understand financial markets by using models where investors are rational. But in reality, people tend to be irrational when investing. Studies have shown that people show similar irrationality, inconsistency and inadequacy when they encounter uncertainty due to unpredictable results when making decisions. Behavioral finance seeks to find the causes of such non-rational human behavior, to better understand and explain how emotions and cognitive dynamics affect investors, and to focus on their psychological aspects. In addition, behavioral finance with the help of psychology and other social sciences can shed a significant light on explaining many financial market anomalies, market bubbles and financial crises. In this article, the meaning and importance of behavioral finance and its impact on investment decisions will be examined specially for investors trading on Istanbul Stock Exchange. As the method of the study the questionnaire which was prepared according to 5-point Likert scale and passed the reliability test was applied. The aim of this study is to investigate how investors are affected by psychological and sociological factors and how they shape their investments as a result of these effects.

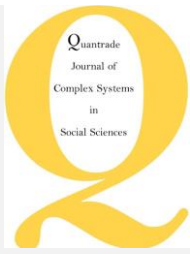
**Keywords:** Behavioral Finance, Investor Decision, Financial Anomaly.

## 1. Giriş

Geleneksel finansa göre finans teorileri ve modelleri yatırımcıların rasyonel davrandıklarını ve karar alma sürecinde tüm bilgileri dikkate aldıklarını belirtmektedir. Klasik ve neo-klasik iktisadi insan modeli olan "Homo economicus" karar ve davranışlarında fayda ve kar maksimizasyonu hedef alan rasyonel insanı tanımlamaktadır. Ayrıca 1960'lı yıllarda Fama tarafından ortaya konan, Etkin Piyasa Hipotezine (EPH) göre de yatırımcılar finansal karar alma sürecinde tüm bilgileri analiz edip göz önünde bulundurarak rasyonel davranmaktadırlar. Fakat gerçekte yatırımcıların rasyonel davranmadıkları, finansal teorilerin çoğu zaman

<sup>1</sup> Publication from Ph.D. Dissertation

<sup>2</sup> Corresponding Author [marufuster@yahoo.com](mailto:marufuster@yahoo.com)



piyasalara uymadığı ve anomaliler yaşandığı ortaya çıkmıştır. Bu durum finansal kararları, varlık fiyatlarını ve piyasaları etkilemektedir. Geleneksel finans teorileri bu anomalileri açıklamakta zorlanmaktadır ve eksik kalmaktadır. Zihinsel muhasebe (Kendirli ve Cihangir, 2023), davranışsal iktisat, sosyo-fizik, davranışsal finans kavramları yatırımcıların rasyonel değil normal kabul edilmesini gerektiğini belirterek bu boşluğu doldurma çabasıdır.

İnsanlar verdikleri kararlarda, bilişsel önyargılar, inanç, aşırı güven ve geçmiş tecrübeler olduğundan fazla değer vermek gibi durumlar nedeniyle sistematik hatalar yapabilmektedirler. Davranışsal finans yatırımcıların karar verme süreçlerindeki belirli bilişsel hataların ve önyargıların nasıl karar mekanizmalarını etkilediğini anlamaya ve açıklamaya çalışmaktadır. Karar verme sürecindeki bu irrasyonel davranışlar, geleneksel finans paradigmasına meydan okuyan çeşitli piyasa anormalliklerine yol açmaktadır. Yaşanılan COVID 19 pandemisinin de insan ihtiyaçlarını değiştirdiği varsayımı altında (Ulusoy ve Civek, 2020) hiyerarşik ihtiyaçların değişmesi ile insanın piyasa değişkenlerine verdiği tepkiler hatta yatırım stratejilerin değiştirmesi normal kabul edilmektedir. Davranışsal finans geleneksel finans modellerinin göz ardı ettiği bireyin kararlarındaki duygusal durumun önemini vurgulamıştır. Bu duygusal durumun ise bireylerin yatırım kararlarına yansırken yatırım kararlarında birden fazla faktörün etkili olduğunu yapılan ampirik çalışmalar ile ispatlanmıştır (Ulusoy ve Civek,2021; Ormancı vd., 2022)

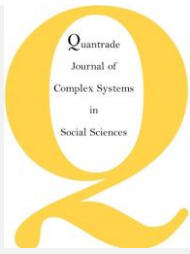
EPH'ne göre piyasalar rasyoneldir ve hisse senedi fiyatları mevcut tüm bilgileri tam yansıtmaktadır. Gerçekte yatırımcılar kaybeden hisse senetlerini erken satıp aşırı reaksiyon göstererek ya da tersine kazanan hisse senetlerine yetersiz reaksiyon göstererek aceleci ve irrasyonel davranabilmektedir. Bu tür yatırımcı davranışları hisse senedi fiyatlarının rasyonel piyasa değerlerinden farklı değerlere sapmasına neden olmaktadır. Bu tür sapmalar anomali olarak tanımlanır. Finansal piyasalarda anormallikler, bir menkul kıymetin veya menkul kıymet grubunun etkin piyasalar kavramına aykırı hareket ettiği durumlardır. Anomaliler teknik, temel veya takvim ile ilgili olabilir.

## 2. Kavramsal Çerçeve

1950'lerde doğmuş olan “Davranışsal Ekonomi”, 1970'lere kadar giderek gelişmiştir. Daha sonra Slovic'in (1980) çalışmaları ile daha kapsamlı bir hale gelmiştir. Davranışları olması gerektiği gibi değil, gerçekte olduğu gibi açıklayarak davranışsal yaklaşım neoklasik yaklaşıma göre daha tamamlayıcı ve açıklayıcı olmaktadır. 1970'lerde gerçekleşen çalışmalar sadece insan kararlarının sonuçlarına odaklanmakla kalmadı, aynı zamanda bu kararları oluşturan sürece de odaklandı (Etbiga,2023). 1978'de Kahneman ve Tversky, davranışsal finansmanın ilk kuramsal temeli olarak kabul edilen “Beklenti Teorisini” geliştirdiler. (Schinckus, 2011:12)

Beklenti Teorisine göre insanlar risk ya da belirsizlik gösteren fırsatları onlardan beklenen faydaları karşılaştırarak rasyonel olarak seçim yaparlar. Kahneman ve Tversky'ye göre ise risk altında yatırımcılar karar verirken kesin kazançları içeren seçimlerde riskten kaçınmaya ve kesin kayıpları içeren seçimlerde risk arayışında bulunma eğilimindedirler. Bu eğilime kesinlik etkisi denir. Ayrıca insanlar genel olarak tüm beklentiler tarafından paylaşılan bileşenleri göz ardı ederler. İzolasyon etkisi olarak tarif edilen bu eğilim, aynı seçim farklı biçimlerde sunulduğunda tutarsız tercihlere yol açar. Risk altında verilen kararlar beklenen fayda teorisinin temel ilkeleri ile ilgili tutarsızlık göstermektedir. (Kahneman ve Tversky, 1979:263)

Davranışsal önyargılar, “bilişsel önyargılar ve duygusal önyargılar” olmak üzere iki ana grupta kategorize edilebilir. Bilişsel önyargılar hatalı akıl yürütmeden meydana gelir; daha iyi bilgi ve tavsiye alımıyla genelde düzeltilir. Pişmanlık ve kayıptan kaçınma gibi duygusal önyargılar ise bilinçli akıl yürütmeden ziyade



dürtüsel duygular ya da sezgilerden kaynaklanır ve düzeltilmesi neredeyse mümkün değildir. Duygusal önyargılar söz konusu olduğunda yukarı da bahsedildiği gibi insanlar kazançlar söz konusu olduğunda riskten kaçınmakta fakat kayıpları içeren seçimler söz konusu olduğunda risk arayışında bulunmaktadırlar. Yatırımcılar kayıplara kazançlardan daha çok risk hassasiyeti göstermektedirler. Ayrıca yatırımcılar varlıklarını nihai zenginlik ile değil, kazanç ve kayıplara göre değerlendirirler. Son olarak yatırımcılar karar verirken düşük olasılıkları gereğinden çok önemserken, yüksek olasılıklara da az değer biçebilmektedirler. Dayı ve Çetin (2021) elde ettikleri bulgularda sorumluluk kişilik özelliğinin finansal tutum üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğunu göstermektedir.

Piyasa duyarlılığı da yatırımcıların kararlarını ve davranışlarını etkiler ve ekstra bir risk kaynağı oluşturur. Yatırımcılar belirli bir finansal varlığın risk düzeyinde bir değişiklik olmamasına karşın daha çok risk arayan ya da daha çok risk karşıtı olabilmektedirler. Ekonomik riskler değişmediği sürece yatırımcıların risk alma isteği arttığında aldıkları bu ekstra risk için daha çok karşılık almak isteyeceklerdir. Yatırımcılardaki bu risk duyarlılığı piyasalardaki olumsuz hareketlerle birlikte diğer piyasaları da etkisi altına alarak bir yayılma etkisi yapar. Bir ülkede meydana gelen bir kriz olayı, yatırımcıların genel risk alma duyarlılığını gözden geçirmelerine ve bu bölgedeki durumu yeniden değerlendirmelerine neden olabilir. Bu durum, varlık değerlerinde daha fazla düşüşe yol açacak ve krizi daha da büyütecektir. Kriz dönemlerinde yatırımcı duyarlılığında meydana gelen bu değişim finansal krizlerin hızla büyüyen yayılmasına ve finansal istikrarsızlığın gelişmesine neden olmaktadır. (Bandopadhyaya ve Truong, 2010:5-6)

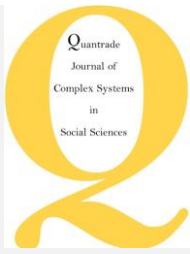
Yatırım kararları genellikle uzun süreli etkilere sahiptir. Bunda sistematik riskin önemli büyüktür (Ulusoy,2008). Bir yatırım kararı çoğu zaman yönetimin birkaç yıldan fazla süren bir eylem planına tabi olmasına neden olur ve kararda yapılan hatalar yüksek maliyetlere ve zaman kaybına yol açar. Yanlış verilen bir yatırım kararı firmayı iflasa bile sürükleyebilir. (Hespos ve Strassmann, 1965:244)

Yatırım özünde, gelecekte elde edilecek fayda için günümüzde yapılan bir fedakarlıktır. Mevcut zaman nispeten iyi biliniyor olsa da gelecek, her zaman bir belirsizliktir. Bundan dolayı yatırım, belirsiz fayda için yapılan belirli bir fedakârlıktır. (Hirshleifer, 1965:509)

Yatırım orta veya uzun vadede bir kaynak tahsisi olup, beklenen etki yatırım maliyetlerini geri kazanmak ve yüksek bir piyasa değeri ve kar elde etmektir. Ekonomik ve finansal çevredeki dinamikler yatırımları etkiler, bu yüzden beklenen sonuçlar belirsizdir. Yatırım kararları, yatırım projesinin tam bir analizi yapıldıktan sonra yapılır. Kararı etkileyen temel faktörlerden biri yatırımın risk faktörüdür. Bu risk, yatırımın maliyetinin geri kazanılacağı ve kar elde edileceği kesin olmadığı için vardır. (Virlics, 2013:170)

Yatırım kararları riskin doğru bir şekilde analiz edilmesini gerektirir. Risk altında karar alma konusuna Markowitz'in 1950'lerde yayınladığı çalışmaya göre yatırımcı portföyünü seçerken, yapacağı yatırımları gelecekteki getirilerinin bugüne indirgenmiş değerini maksimum düzeye çıkartmaya çalışır. Bu modele göre yatırımcının risk karşısındaki davranışı, riskten kaçınma yönündedir ve yatırımcılar rasyonel karar alırlar. Ayrıca bütün yatırımcılar aynı karar ufkuна sahiptir. Markowitz'in modeli daha sonra genişletilerek modern portföy teorisi adını almıştır. Teoriye göre portföy çeşitlendirmesi yapılırken, portföy riski ile korelasyon katsayısı arasında doğrusal bir ilişki olduğu için korelasyon katsayıları dikkate alınmaktadır. (Aksoy ve Şahin, 2009:6-7)

Geleneksel finans teorileri, yatırımcıların kayıplarını sınırlarken kazançlarını en üst düzeye çıkarmak için risk ve getiri faktörlerini dikkatlice düşündükten sonra rasyonel yatırım kararları aldıklarını göstermektedir. Budhiraja vd. (2018)'e göre geleneksel finans teorisi, insanların rasyonel olduğunu ve ekonomik modellerin



verimli ve yalıtılmış çalıştığını varsayar. Gerçekte yatırımcılar yatırım kararları alırken büyük ölçüde psikolojik ve duygusal faktörlerden etkilenmektedir.

Davranışsal finans, yatırım kararlarının psikolojik ve duygusal faktörlerden büyük ölçüde etkilendiğini gösteren bir çalışma alanıdır. İnsan zihni her zaman rasyonel düşünmez ve piyasalar da her zaman etkin bir performans sergilemez. Açgözlülük ve korku gibi psikolojik faktörler, zihinsel kısa yollar ve önyargılar gibi davranışsal hatalar insanların yatırım kararlarını etkileyebilir. Sosyal medyanın büyük yığımları etkilediği hatta olumsuz politik sonuçlara yer açtığı bir dünyada kişinin sosyal medya aracılığı ile etkilenmesi oldukça kolay olur (Kıraç,2020). Finansal piyasalardaki anomaliler çoğu zaman yatırımcılardaki çeşitli önyargılardan kaynaklanmaktadır. Bu önyargılar, sınırsız bilgi işlemek için zaman ve zihinsel kapasite üzerindeki kısıtlamalar nedeniyle insanların zihinsel kısa yollara başvurma eğilimine bağlanabilir. Khresna vd. (2012) hisse senedi fiyatı anormalliklerinin ve finansal karar vermenin psikolojik faktörlerden etkilendiğini yineler. Yatırımcıların rasyonellikten uzaklaşarak gösterdiği davranışlar bilişsel önyargı olarak tanımlanmaktadır. Bilişsel önyargılar yatırımcıların karar verme sürecinde sistematik ve irrasyonel eğilimler göstermesine neden olur. İnsan davranışlarını ve karar verme süreçlerini anlama yolunda psikologlar tarafından birçok bilişsel önyargı ve kestirimler tesis edilmiştir:

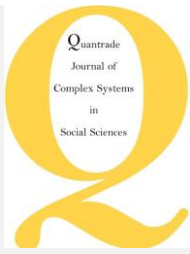
Aşırı güven, insanların sahip olduğu bilgilere olduğundan daha fazla güven duyma ve davranışlarını o yönde değiştirme eğilimi olarak tanımlanabilir. Yatırımcılar arasında en sık gözlenen psikolojik önyargılardan biridir. İnsanları kendi bilgilerini fazla değerlendirmeye, riskleri gözden kaçırmaya ve kontrol edilemeyen olaylar üzerindeki etkilerini abartmalarına neden olur. Özellikle kendi performanslarını akranlarına göre değerlendirirken, çoğu yatırımcı kendini ortalamanın üstünde görür. Risk sever yatırımcılar geçmiş başarıyı yeteneklerine ve başarısızlığı da kötü şansa bağlar ve yüksek getiri elde etmek için algılanan üstün yeteneğini kullanma eğilimindedir. Bu nedenle, yatırımcılar sık sık işlem yaparak aktif hisse senedi yatırımlarının risklerini küçümserler. Üstün bilgi ve ticaret becerisine sahip yatırımcılar, yüksek getiri elde etmek için sıkça yatırım yaparak bu yeteneği kullanacaklardır. Aşırı güven aynı zamanda yatırımcıların tam çeşitlendirilmemiş yüksek riskli portföyleri oluşturmalarına da neden olmaktadır (Chen, vd, 2007:426).

Demir atma, algıları oluşturmak için ilk izlenimleri kullanma eğilimidir. İlk izlenimlerden elde edilen bu ilk algılar sonraki kararları etkiler. Sabitleme yanlılığı olan kişiler, düşünceleri ilgisiz bir referans noktasına sabitleme eğilimindedir. Değerler, her seçeneği kendi başına analiz etmek yerine, seçeneğin diğer seçeneklerle ne kadar çekici olduğuna bağlı olarak bir seçeneğe atanır.

Yatırım kararları açısından, demirleme eğilimi yatırımcıların rasyonel finansal kararları reddetmesini ve ideal olan finansal kararlardan sapmasına yol açar. Hisse senetlerinin tarihsel değerleri çapa olarak kabul edilir ve piyasa fiyatlandırması ve hedeflenen getiri ile hiçbir ilişkisi olmamasına rağmen yatırımcılar kararlarını bunlara dayandırır. Nihai bir karar alırken, tahmin bir yerden başlamalıdır ve bu ilk değer nihai sonuç üzerinde muazzam bir etkisi vardır.

Demir atma etkisi yatırımların kaybeden hisse senetlerini uzun süre ellerinde tutmalarına neden olur. Hisse senedinin optimal fiyatına döneceği ümidiyle yatırımlarını elde tutarak büyük riskler alırlar. Demirleme, yatırımcıların düşük değerli bir yatırımı görmezden gelmek veya aşırı değerli yatırımı çok uzun süre tutmak gibi rasyonel olmayan finansal kararlar almalarına da yol açar.

### 3. Finansal Piyasalarda Anomaliler



EPH, piyasaların rasyonel olduğunu ve fiyatlarının mevcut tüm bilgileri tam olarak yansıttığını göstermektedir. Yatırımcıların zamanında yaptıkları işlemler nedeniyle hisse senetleri fiyatları yeni bilgilere hızla uyum sağlar ve mevcut tüm bilgileri yansıtır. Dolayısıyla, hiçbir yatırımcının anormal getiri elde ederek piyasayı yenemeyeceği varsayılmaktadır.

1970'lerde EPH, eğer piyasa verimli olsaydı ne gibi bir geri dönüş olması gerektiğini belirtmek için sermaye varlıklarının fiyatlandırması modeli kullanılarak test edilmiş ve böylece her iki teorinin testleri ortak test haline gelmiştir. Teorik beklentilerden bir takım sistematik sapmalar keşfedilmiş; yani, oldukça basit ticaret stratejileri kullanarak anormal getiri elde etmek için öngörülebilir fırsatlar olduğu ortaya çıkmıştır. Bu literatür, 1978'de Finansal Ekonomi dergisinde özel bir konuya konu olmuş ve bu sapmalar “anomaliler” olarak adlandırılmıştır. Bu, kelimenin finasta ilk önemli kullanımını işaret etmiştir (Frankfurter ve McGoun, 2001:413-414). Anomaliler etkin olmayan piyasaların bir göstergesidir, bazı anomaliler sadece bir kez olurken, bazıları da sık sık veya sürekli olarak gerçekleşmektedir.

Finansal varlıkların herhangi bir dönemde sürekli daha iyi veya daha kötü performans göstermesi durumu takvim anomalisi olarak tanımlanmaktadır. Takvim anomalileri, EPH'nin temel varsayımına aykırı olarak geçmiş verilere dayanarak getiriler elde etmeyi olanaklı kılmaktadır. Takvim anomalileri gün anomalileri, ay anomalileri ve tatil anomalileri olarak üç ana sınıfa ayrılır. Takvimsel anomalileri ile hisse senetlerinin herhangi bir dönemde normal sınırların dışında iyi veya kötü performans göstermelerini açıklamak mümkündür. Piyasalarda en sık rastlanılan takvimsel anomalilerden biriside Ocak ayı anomalisidir.

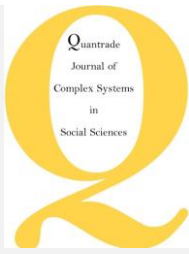
Gültekin ve Gültekin (1983), 17 farklı ülke borsasında ocak ayı anomalisine yönelik çalışma yapmış, çalışma yaptıkları 12 ülkede ocak ayı anomalisi saptamışlardır. Ayrıca bu anomalinin firma büyüklüğü ile bir ilgisinin olmadığını ama kısmen de olsa vergi etkisinden olabileceğini savunmuşlardır.

Yatırımcılar, aralık ayında vergi matrahını düşürmek amacıyla zararlı sonuçlanan hisse senetlerini satarak zararlarını telafi etmeye çalışmakta, diğer taraftan ocak ayında piyasadaki düşük fiyatlardan yararlanmak için bu hisse senetlerini yeniden satın alıp etkin piyasa hipotezine aykırı olarak ortalamanın üzerinde bir getiri elde etmektedirler (Ege vd., 2012:177).

Tatil anomalisi, hisse senedi getirilerinin resmi ve dini tatiller ile hafta sonu tatillerinde ortalamanın üzerinde olduğu durumlardır. Tatil anomalileri ile ilgili olarak Özmen (1997) İstanbul Borsası'nda 1988-1996 yılları arasındaki 37 resmi tatili incelemiş ve tatil öncesi getirilerin tatil sonrası getirilerden 14 kat, diğer günlerin getirilerinden ise 5,5 kat daha yüksek gerçekleştiğini çalışmasında açığa çıkarmıştır. Buna göre tatil öncesi getirilerin, tatil sonrası getirilere oranla daha yüksek olduğu görülmüştür.

Fiyat anomalileri ise piyasa etkinliğinden sapma durumunu ifade eden, aşırı ve düşük reaksiyon şeklinde ortaya çıkmaktadır. Düşük reaksiyon bulgularına göre, yatırımcılar, hisse senetleri fiyatları hakkında olan bazı bilgi ya da haberlere, 1-12 aylık dönemde, yetersiz ilgi göstermektedirler. Buna göre, yeni elde edilen haberler, fiyatlara yavaş bir şekilde etki ederek olumlu bir oto-korelasyon oluşturmaktadırlar. Aşırı tepki reaksiyon anomalisine göre ise hisse senetleri fiyatları, 3 ila 5 yıl gibi bir dönemde, aynı kapsamdaki haberlere tutarlı bir şekilde olağan dışı ilgi göstermekte ve aşırı tepkiye sebep olmaktadır. Aşırı tepki uzun vadede, iyi haberlere sahip finansal varlıkların, piyasa değerinin olması gerekenden daha fazla artmasına neden olmakta ve sonraki yıllarda ise ortalama hisse başına karın düşmesine yol açmaktadır (Barak, 2008:209).

Yatırımcılar rasyonellikten uzaklaşarak kaybeden hisse senetlerini erken satarak ya da kazanan hisse senetlerini yüksek fiyattan satın alarak aşırı reaksiyon gösterebilmektedirler. Bazen de tersine düşük reaksiyon



göstermektedirler. Bu tür aşırı reaksiyon ve düşük reaksiyon hisse senedi fiyatlarının etkin piyasa değerinden sapmasına neden olmaktadır.

Firma anomalileri firma büyüklüğü anomalisi ve ihmal edilmiş firma anomalisi olarak ikiye ayrılmaktadır. Firma büyüklüğü anomalisine göre küçük firmaların hisse senedi getirileri büyük sermayeli firmaların hisse senedi getirilerine göre daha yüksek olmaktadır. Küçük sermayeli firmaların daha fazla getiri elde etmelerinin nedeni olarak küçük sermayeye sahip firmaların daha fazla büyüme isteği içinde olmaları ve elde edilen karları ortaklara dağıtmak yerine firma faaliyetlerinde kullanma eğiliminde olmaları gösterilebilir. Diğer bir görüşe göre, küçük sermayeli firmaların risklerinin büyük sermayeli firmalara göre yüksek olması nedeniyle elde edilen anormal getiri katlanılan riskin bir karşılığı olarak düşünülmektedir (Uğurlu ve Demir, 2016:106-107)

Arbel ve Strebel (1982) ihmal edilmiş firma anomalisi çalışmalarında, bir kısım hisse senedi popülerken diğerlerinin yatırım alternatifi olarak yatırımcılar tarafından kabul edilmediği ve bu durumun kurumsal yatırımcıların portföy oluşturma aşamasında geliştirdikleri strateji sonucu ortaya çıktığını öne sürmüştür. Kurumsal yatırımcılar, küçük ve az bilinen şirketlerde görülen yüksek riski üzerlerine almak istememektedirler ve oluşturdukları portföylerde, kaliteli ve doğru bilgi alabildikleri şirketlerin hisse senetlerine yer vermektedirler. Yapılan çalışmalarda; ihmal edilmiş hisse senetlerinin fiyat olarak düşük değerlendirilmesinin, bu hisse senetlerine yatırım yapacaklar için bilgi eksikliği primi olarak adlandırılan ek bir getirinin varlığına neden olduğunu; bunun da anomalinin sağladığı aşırı getiriye açıklayabildiği görülmüştür.

#### 4. Araştırma Yöntemi

Araştırmada 5’li likert ölçeğine göre hazırlanmış, güvenilirlik testinden geçmiş anket yapılmış ve istatistiki sonuçlar bu doğrultuda yorumlanmıştır. Anketlerin hazırlanması ve uygulanma süreci Google Survey aracılığı ile basılı ve eposta ortamında yatırımcılara ulaşılarak yapılmıştır.

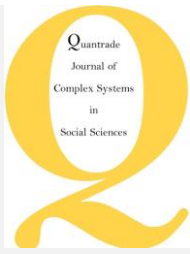
##### 4.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Ankette yatırımcılar psiko-sosyal ölçekteki sorularla sınanmış, davranışlarının davranışsal finanstaki anomali kavramına ne kadar uyduğu ve anomali kavramının temellerinin ne derece gerçekleştiği ölçülerek tespit edilmiştir. Bu çalışmanın amacı Borsa İstanbul’da (BIST) hisse senetleri alım-satım piyasasında yatırımda bulunan ve bir alttaki başlıkta belirtilen evrenden seçilen toplam 150 yatırımcı örneğinde, bireylerin duygularını yatırımcı davranışlarında belirlemeye ne derece yetkin olduklarını tespit etmektir.

##### 4.2. Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlılıkları

Buna göre yatırımcının karar verme mekanizmasını etkileyebilecek finansal literatürün kapsadığı aşırı güven, zarardan kaçınma, risk algısı ve sürü davranışı gibi bazı önemli davranışsal finans değişkenlerinin etkisi araştırmanın kapsamına alınmıştır. Sürü davranışı bir taklit içermektedir ve bu taklit finans yazınında yatırım kararlarında, pazarlama yazınında ise tüketici satın alma davranışlarında kendini göstermektedir (Konak vd.,2022).

Araştırmanın en önemli sınırlılığı yatırımcılara istenildiği zaman ulaşılamaması ve vakit ayırmaları için ikna edilip edilmemesidir. Duygulara hitap eden anketin uygulanması ise diğer bir sınırlılıktır. Ankette sorulan soruların cevaplarının yatırımcı tarafından rasyonellik sınırları içerisinde kalması, gerekmektedir. Özellikle vakit darlığında ya da bilgi paylaşımındaki kaçınmadan dolayı anketlerin cevapları rasyonellikten



uzaklaşmaktadır. Bu sınırlılıkları bertaraf edebilmek için anket soruları özenli ve yatırımcıyı rahatsız etmeyecek şekilde hazırlanmıştır.

### 4.3. Araştırmanın Evreni ve Örneklemi

Borsa İstanbul'da hisse senetleri piyasasında yerli ve yabancı yatırımcılar işlem yapmaktadır. BİST'te 2018 yılı itibarıyla toplam 1 milyon 163 bin 276 yatırımcı yatırım yapar durumdadır. BİST'te yatırımda bulunan aracı kurumlarla çalışan, belirli bir portföy büyüklüğüne sahip 150 sayıdaki yatırımcıya elektronik ortamda anket yapılacak ve örnekleme ait bulgular araştırma bulguları kısmında tartışılacaktır.

### 4.4. Araştırmanın Sorusu, Varsayımı ve Hipotezleri

Araştırmanın temel sorunsalı yatırımcıların psikolojik ve sosyolojik faktörlerden ne kadar etkilendiğini ve bu etkiler sonucunda yatırımlarını nasıl şekillendirdiğini ortaya çıkarmak olacaktır. Temel varsayımlardan hareket edildiğinde yatırımcılarında birer insan olduğundan hareketle insana özgü tüm pozitif ve negatif davranış kalıplarının yatırımcılara yansıtacağı açıktır. Araştırmanın hipotezi aşağıda belirtilmiştir:

H<sub>0</sub>: BİST'te yatırımcılara ait davranışsal finans faktörleri, yatırım kararları vermede önceliklidir.

H<sub>1</sub>: BİST'te yatırımcılara ait davranışsal finans faktörleri, yatırım kararları vermede öncelikli değildir.

5'li Likert Ölçeği yardımıyla sorular anket formuna katılan katılımcılara iletilmiş ve bunun neticesinde oluşan verilere ait önermeler değerlendirilmiştir. Önermeler; kesinlikle katılmıyorum (1), katılmıyorum (2), ne katılıyorum ne katılmıyorum (3), katılıyorum (4), kesinlikle katılıyorum (5) biçiminde derecelendirilmiştir. Daha sonra seçenekler 5'li Likert ölçeği (alt ve üst sınırlar) boyunca aşağıdaki gibi tanımlanmıştır.

**Tablo 1: 5'li Likert Ölçeğine Göre Kategorilerin Bağlı Önemi**

5'li Likert Ölçeğine Göre Kategoriler	
Kategoriler	Bağlı Önem
1.00 - (2.33)	Düşük
2.33 - (3.66)	Orta
3.66 - 5.00	Yüksek

Kaynak: Yurdakul ve Dalkılıç (2006)

Anketin güvenilirliğini ölçmek için Cronbach alfa güvenilirlik endeksi kullanılmıştır. Güvenilirlik analizi için kullanılan temel analiz Cronbach Alpha ( $\alpha$ ) değerinin bulunmasıdır. Tüm sorular için elde edilen  $\alpha$  değeri o anketin toplam güvenilirliğini gösterir. Alfa katsayısı 0 ile 1 arasında değişir ve 0.7'den büyük olması beklenir,

bu değerden düşük  $\alpha$  değerleri anketin zayıf güvenilirliği olduğunu gösterir,  $\alpha > 0,8$  olması ise anketin yüksek güvenilirliğe sahip olduğunu göstermektedir (Kartal ve Dirlik, 2016). Puan ne kadar yüksek olursa, oluşturulan ölçek o kadar güvenilir olacaktır. Cronbach Alfa kullanıldığında, Cronbach alfa katsayısı tüm maddeler için 0,871 olarak bulunmuştur ve ( $\alpha$ ) 0,821 ila 0,915 değerleri aralığında olup anketin güvenilir olduğu ortaya çıkmıştır. Davranışsal finans değişkenlerinin ( $\alpha$ ) değerleri Tablo 2'de gösterildiği gibidir.

**Tablo 2: Davranışsal Finans Değişkenlerinin Güvenilirlik Testleri**

Değişken	Soru Sayısı	Güvenilirlik Katsayısı ( $\alpha$ )
Kayıptan Kaçınma	5	0,881
Aşırı Güven	5	0,834
Sürü Davranışı	4	0,821
Risk Algısı	6	0,915
Davranışsal Yatırım Faktörü	20	0,856
Genel Oran	33	0,871

Model değişkenleri arasında çoklu doğrusallığın varlığını test etmek için, bağımsız değişkenler arasında Pearson korelasyon katsayıları hesaplanmış olup, test sonuçları korelasyon matrisleri ve varyans enflasyon faktörü (VEF) testi ile aşağıdaki gibi açıklanmıştır.

**Tablo 3: Bağımsız Değişkenler için Çoklu Doğrusallık Testi**

Değişken	Kayıptan Kaçınma	Aşırı Güven	Sürü Davranışı	Risk Algısı
Kayıptan Kaçınma	1,000			
Aşırı Güven	0,144	1,000		
Sürü Davranışı	0,169	0,147	1,000	
Risk Algısı	0,355	0,106	0,312	1,000

$p = 0,05$  düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 3, korelasyon katsayısının maksimum değerinin (Kayıptan Kaçınma) ve (Risk Algısı) arasında olduğunu gösterir, diğer türlü değerler (0,355) değerinden daha düşük. Bu durum değişkenler arasında mükemmel bir ilişki olmadığı anlamına gelmektedir. İstatistik literatüründe (0,80) değeri ve daha fazlası, çoklu doğrusallığın varlığının bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Yukarıdaki sonuçları desteklemek için, Varyans Enflasyon Faktörü (VEF) hesaplanmıştır, sonuçlar Tablo 5 de gösterilmiştir.

**Tablo 4: Bağımsız Değişkenler için Varyans Enflasyon Faktörü**



Değişken	VEF	Tolerans
Kayıptan Kaçınma	1,163	0,86
Aşırı Güven	1,038	0,963
Sürü Davranışı	1,128	0,887
Risk Algısı	1,238	0,808

Tablo 4, VEF değerlerinin (1) den büyük ve (5) den küçük olduğunu göstermektedir. Bu da bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusallığın olmadığını ifade eder.

Normallik testi, örneklemin normal olarak dağılıp dağılmadığını araştırır. Test de, örneklem dağılım değerleri normal dağılım ortalaması ve standart sapma ile karşılaştırılmış ve örneklemin normal dağılıma aykırı sapmalar göstermediği bulunmuştur. Test hipotezi, “örneklem dağılımı normal” dir. Test anlamlıysa, dağılım normal değildir. Normallik değerlendirmesi için ana testler Kolmogrov-Semernov (K-S) testi ve Shapiro-Wilk testidir. Tablo 5 normallik testinin sonuçlarını göstermektedir.

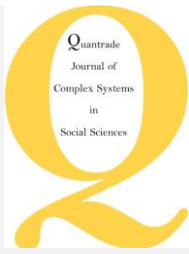
**Tablo 5: Normallik Testi**

Değişkenler	Kolmogrov-Semirnov			Shapiro-Wilk		
	İstatistik	df	p	İstatistik	df	p
Kayıptan Kaçınma	0,069	150	0,200	0,981	150	0,122
Aşırı Güven	0,073	150	0,150	0,977	150	0,061
Sürü Davranışı	0,060	150	0,200	0,988	150	0,200
Risk Algısı	0,070	150	0,165	0,983	150	0,141
Hisse Senedi Yatırım Kararları	0,075	150	0,095	0,978	150	0,064

Tablo 5, testin tüm değerlerinin anlamlı olmadığını ortaya koymaktadır ( $p > 0.05$ ). Bu durum örneklemin normal dağılım gösterdiği anlamına gelmektedir.

**Tablo 6: Davranışsal Değişkenlerin Ortalama, Standart Sapma ve Bağlı Önemi**

No	Faktörler	Ortalama	Standart Sapma	Bağlı Önem	Sıra
1	Kayıptan Kaçınma	3,385	0,612	Orta	2
2	Aşırı Güven	3,449	0,471	Orta	1
3	Sürü Davranışı	2,952	0,556	Orta	4



4	Risk Algısı	3,189	0,534	Orta	3
	Davranışsal Finansal Faktörlerin Genel Ortalaması	3,244	0,307	Orta	

Tablo 6, davranışsal finans faktörlerinin (0,307)'lik standart sapma değeri ile genel ortalamasının (3,244) ve orta derecede bağlı önemi olduğunu göstermektedir. Ayrıca, BİST'deki yatırımcıların davranışsal finans faktörlerinin, genel olarak yatırımcıların davranışlarında belirli bir faktör olmadan genel olarak ılımlı olduğunu ve bunun, zayıf verimlilik ve aynı zamanda karakterize edilen BİST'in doğasından kaynaklanabileceğini göstermektedir. Ayrıca birçok yatırımcının aracı kuruluşlara danışmanlığına güvendiğini ifade etmektedir.

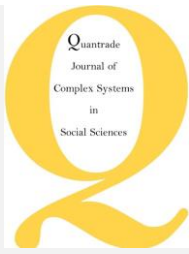
## 5. Sonuç ve Öneriler

Fama, 1970 yılında tanımladığı piyasa etkinliğini üç kere revize etmiş ve her seferinde de biraz daha esnetmiş olsa da piyasa etkinliği kavramı son kırk yılın en çok tartışılan önermelerinden biri olmuştur. Bu konuda yapılmış olan çalışmalar, neredeyse hiçbir menkul kıymet borsasının güçlü formda etkin olmadığını diğer bir ifade ile arz ve talebe göre oluşan fiyatların tüm bilgileri tam olarak yansıtamadığını göstermiştir. Ayrıca araştırmacılar, geleneksel finans teorisi ile örtüşmeyen bulgulara ulaşmış ve bu bulgular anomali olarak değerlendirmişlerdir. Piyasalarda anomalilerin varlığı, etkin piyasalar hipotezinin savunmakta olduğu, “hiçbir yatırımcının pazar getirisi üzerinde bir getiri elde edemeyeceği” varsayımının da geçersiz olduğunu gözler önüne sermektedir.

Davranışsal finansın asıl amacının geleneksel finans yaklaşımlarının yanlış olduğunun ispatı değil, yatırımcıların yatırım kararları sürecinde finansal teknikler kullanmasının yanı sıra bu karar verme sürecinde psikolojik faktörlere de önem vererek sonuçlarının daha da optimal hale gelebileceğini göstermektedir. Davranışsal finans kısaca yatırımcıların karar verme süreçlerinde yaptıkları “sistemik hataların” nedenlerinin açıklanmaya çalışıldığı bir alandır. Bu çalışmada davranışsal finansın anlam ve önemi ile davranışsal finans faktörlerinin yatırım kararlarına olan etkisi Borsa İstanbul'da alım-satım yapan yatırımcılar özelinde incelenmiştir.

Çalışmanın bütünü değerlendirildiğinde BİST'deki yatırımcıların davranışsal finans faktörlerinden etkilendikleri ve bu faktörlerin yatırım kararlarında öncelikli oldukları görülmektedir. Hisse senedi alımlarında kompleks bir düşünce yapısına göre hareket etmektedirler. Geleneksel finasta piyasa belirli bir durumdayken davranışsal finasta bu durum belirsizlik yelpazesine bürünmüştür. Yani piyasayı bilen ve bilmeyenler olarak düşündüğümüzde bilenlerin de bir yere kadar profesyonel davranışlar sergiledikleri görülmektedir. Araştırmada, BİST'de aşırı güven, kayıptan kaçınma, sürü davranışı ve risk algısı bağımsız değişkenleri ile tanımlanan davranışsal finans faktörlerinin hisse senedi yatırımı kararı üzerinde önemli bir etkisi olduğu sonucuna varılmıştır.

Sonuçlar, davranışsal finans faktörlerinden kayıp kaçınma, aşırı güven ve risk algısının BİST'deki bireysel yatırımcıların hisse senedi kararları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu, diğer yandan sürü davranışının da göreceli olarak daha az bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir.



## Kaynaklar

- Aksoy, T., ve Şahin, I. (2009). Belirsizlik Altında Karar Alma: Geleneksel ve Modern Yaklaşımlar (No. 2009/7). Discussion Paper, Turkish Economic Association.
- Arbel, A., ve Strebler, P. (1982). The neglected and small firm effects. *Financial Review*, 17(4), 201-218.
- Bandopadhyaya, A., ve Truong, D. (2010). Who Knew: Financial Crises and Investor Sentiment.
- Barak, O. (2008). İMKB’de Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(1), 207-229.
- Budhiraja, K., Raman, T. V., ve Bhardwaj, G. N. (2018). Impact Of Behavioral Finance In Investment Decision Making. *International Journal of Civil Engineering and Technology (IJCIET) Vol, 9*, 1151-1157.
- Chen, G., Kim, K. A., Nofsinger, J. R., ve Rui, O. M. (2007). Trading performance, disposition effect, overconfidence, representativeness bias, and experience of emerging market investors. *Journal of Behavioral Decision Making*, 20(4), 425-451.
- Dayı, F., ve Çetin, Z. N. (2021). Kişilik Özelliklerinin Bireylerin Finansal Tutumları Üzerindeki Rolü. *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 12(3), 1234-1251.
- Ege, İ., Topaloğlu, E. E., ve Coşkun, D. (2012). Davranışsal finans ve anomaliler: Ocak ayı anomalisinin İMKB’de test edilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (56), 175-190.
- Etbiga, R. (2023). Behavioral Management And Behavioral Economics: Evaluation of the Executive in Terms of Corporate Leadership Role and Individual Investor Role . *Quantrade Journal of Complex Systems in Social Sciences* , 5 (1) , 45-51 . Retrieved from <https://dergipark.org.tr/tr/pub/quantrade/issue/78696/1292287>
- Frankfurter, G. M., ve McGoun, E. G. (2001). Anomalies in finance: What are they and what are they good for?. *International review of financial analysis*, 10(4), 407-429.
- Hilferding, R. (1981). *Finans Kapital*. Yılmaz Öner (Çev.), Belge Yayınları, İstanbul.
- Tversky, A., ve Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *science*, 185(4157), 1124-1131.
- Kahneman, D., Tversky, A., (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk, *Econometrica*. 47(2), 263-292.
- Karan, M. B., ve Somuncu, K. (2005). Uluslararası Portföy Yatırımlarının İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerindeki Etkisi. 9. Ulusal Finans Sempozyumu, (s. 328). Nevşehir - Kapadokya.
- Kendirli, S. & Cihangir, A. E. (2023). Zihinsel Muhasebeye Kavramsal Bir Bakış . *Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* , 10 (1) , 235-244 . DOI: 10.34086/rteusbe.1298600
- Kula Kartal, S., Mor Dirlik, E. (2016). Geçerlik kavramının tarihsel gelişimi ve güvenilirlikte en çok tercih edilen yöntem: Cronbach Alfa Katsayısı. *Abant İzzet Baysal Üniversitesi Eğitim Fakültesi Dergisi*, 16(4), 1865-1879
- Khresna B, R., Hooy, C. W., ve Ahmad, Z. (2012). Psychological factors on irrational financial decision making: Case of day-of-the week anomaly. *Humanomics*, 28(4), 236-257.
- Kıraç, Z. K. (2020). Social Media and Political Participation . *Quantrade Journal of Complex Systems in Social Sciences* , 2 (1) , 37-45 . Retrieved from <https://dergipark.org.tr/tr/pub/quantrade/issue/55193/721767>
- Konak, F. , Civek, F. ve Özkahveci, E. (2022). Farklı disiplinlerde kavramsal farklılaşma: Sürü davranışı . *Business Economics and Management Research Journal* , 5 (3) , 121-134 . Retrieved from <https://dergipark.org.tr/en/pub/bemarej/issue/73285/1130925>
- Ormancı, G., Civek, F. ve Ulusoy, T. (2022). “Bireysel Yatırımcıların Kararlarında Davranışsal Finans Eğilimlerinin İncelenmesine Yönelik Ampirik Bir Çalışma”, *International Journal of Disciplines Economics ve Administrative Sciences Studies*, (e-ISSN:2587-2168), Vol:8, Issue:48; pp: 908-917
- Özmen, Tahsin (1997) *Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Deneme*, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, No.61.
- Schinckus, C. (2011). Archeology of Behavioral finance. *IUP Journal of Behavioral Finance*, 8(2), 7.
- Uğurlu, M., ve Demir, Y. (2016). Firma Büyüklüğü Anomalisinin Varlığını BİST’te Test Edilmesi. *İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi*, 4(3), 106-116.
- Ulusoy, T. (2008). Systematic Risk and Firm Financial Structure: Evidence on Istanbul Stock Exchange. *The Business Review*, Cambridge, 11(2), 226-231.
- Ulusoy, T., Civek, F. (2020). İnsani İhtiyaçlar Değişiyor Mu? Maslow İhtiyaçlar Hiyararşisinden Covid-19 İhtiyaçlar Hiyararşisine Teorik Bir Değerlendirme. *Social Sciences Studies Journal*, 10.
- Ulusoy, T., ve Civek, F. (2021). Determining the effect of emotional intelligence in investment decisions in sustainable finance. *Social Mentality And Researcher Thinkers Journal*, 7(52), 2830-2836.
- Virlics, A. (2013). Investment decision making and risk. *Procedia Economics and Finance*, 6, 169-177.
- Yurdakul, M. ve Dalkılıç, N. (2006). İlişkisel Pazarlama Anlayışının Sigorta Müşterilerinin Bağlılığı Üzerindeki Etkisi . *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* , (16)